



Interview de Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France

Le Figaro - Jean Pierre Robin - 20 avril 2015

« L'ensemble de l'économie mondiale serait affecté par une sortie de la Grèce de l'euro »

LE FIGARO - Ne sous-estime-t-on pas les conséquences pour la zone euro et pour l'économie mondiale d'une sortie de la Grèce de l'euro?

Christian NOYER. - Quand on analyse les effets que provoquerait un tel événement, ce serait bien sûr un traumatisme pour la zone euro. Le choc serait porteur de risques plus généraux, et on peut dire que l'ensemble de l'économie mondiale serait affecté comme elle l'est après toute secousse forte. Mais de l'avis général les conséquences les plus dramatiques seraient pour la Grèce qui subirait une crise économique majeure sans résoudre en rien ses problèmes fondamentaux de croissance et de chômage. C'est donc une issue qui n'est ni souhaitable, ni jugée crédible par ses partenaires. Mais la balle est dans le camp du gouvernement grec. On a perdu beaucoup de temps. Les autorités grecques doivent faire très rapidement une proposition complète de réformes susceptibles de leur permettre de retrouver un modèle économique viable. Il leur faut en discuter sérieusement avec les institutions européennes et le FMI.

La BCE continue d'apporter des liquidités à la Grèce, quelle est la doctrine en la matière?

C.N. La position de l'Eurosystème est claire, les financements nécessaires pour l'économie grecque sont mis en place dès lors que les conditions sont remplies : que les banques sont solvables, qu'elles apportent des collatéraux garantissant les refinancements qui leur sont accordés. Sur cette base, les montants de liquidités d'urgence qui viennent compléter les refinancements habituels accordés aux banques ont été considérablement accrus. Ces derniers sont insuffisants car il y a eu énormément de retraits des dépôts et de fuite des capitaux. Tout en rappelant que nous ne finançons aucunement l'État grec, ce qui nous est interdit, les financements de son économie par l'Eurosystème atteignent aujourd'hui un niveau qui est de loin le plus important de la zone euro, puisque nous en sommes à 110 milliards d'euros et nous avons plus que doublé l'apport de liquidité depuis six mois.

Ce faisant, la BCE finance-t-elle la fuite des capitaux?

C.N. Il s'agit de financer le crédit en Grèce, qui lui-même ne peut être complètement couvert par les dépôts qui restent dans les banques grecques.

Est-ce durable?

C.N. Il faut envisager qu'à un certain moment les banques grecques risquent d'être dans l'impossibilité d'offrir assez de collatéraux pour accéder au refinancement, même au titre des liquidités d'urgence. Il est donc urgent que la Grèce mette un terme à la situation actuelle et que le gouvernement d'Athènes mette en place un programme, avec le FMI et l'appui des autres pays de la zone euro, qui soit crédible et rétablisse la confiance, y compris en Grèce.

Parmi les bonnes nouvelles, peut-on dire que l'assouplissement quantitatif, le QE, de la BCE est un vrai succès?

C.N. Incontestablement, le programme étendu d'achats d'actifs, comme nous l'appelons, fonctionne et a atteint ses objectifs, même si nous en sommes au tout début. Nous avons eu un impact significatif sur les taux d'intérêt qui ont baissé, et plus que ce que les marchés escomptaient. Nous avons réalisé les achats mensuels que nous nous étions fixés et la fragmentation qui régnait à l'intérieur du marché européen avec des écarts considérables entre les pays s'est beaucoup réduite. Les conditions de crédit se sont améliorées et le crédit bancaire lui-même redémarre, ce que nous souhaitons.

Est-ce lié au QE?

C.N. Oui, même si le mécanisme est compliqué. À partir du moment où l'ensemble des taux de marchés diminuent fortement, que les banques n'ont plus de rendements significatifs à espérer sur leurs achats de titres et qu'elles disposent d'une liquidité abondante, elles ont tout avantage à développer leurs crédits. De même, les conditions financières pour investir ne peuvent qu'inciter entreprises et ménages. C'est ce que l'on observe depuis deux mois avec le redémarrage du crédit, l'accélération de la reprise conjoncturelle et le redressement de l'inflation.

Comment a été perçue la politique monétaire de la BCE aux réunions de Washington?

C.N. L'accueil est très positif. Les faiblesses de la croissance de la zone euro étaient un motif d'inquiétude très fort il y a six mois ici même. Dans la mesure où elle redynamise l'économie européenne et donc mondiale, la politique monétaire très agressive de l'Eurosystème est jugée favorablement. Mais de l'avis général elle ne saurait suffire et doit être complétée par des réformes structurelles. La reprise actuelle est conjoncturelle, j'insiste sur le terme.

La baisse des taux de rendement sur l'épargne financière met en difficulté notamment les compagnies d'assurance-vie. Que faut-il faire?

C.N. Le QE a pour conséquence de pousser à la baisse les rendements de l'ensemble des produits d'épargne. C'est d'ailleurs nécessaire pour qu'il fonctionne et que les conditions de financement de l'économie s'améliorent. Le problème pour les investisseurs institutionnels et les assureurs ne se pose que s'ils se sont engagés à fournir aux investisseurs des taux qui ne sont plus en phase avec les rendements des actifs financiers. Il est donc important que les assureurs ne promettent pas des taux intenable pour l'épargne qu'ils collectent. Nous y veillons avec beaucoup d'attention à la Banque de France et à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Il faut donc au minimum ajuster les règles sur les

nouveaux versements. C'est une question qui touche plus l'Allemagne que la France. Chez nous, cela concerne principalement les contrats collectifs d'entreprise.

La volatilité et les mouvements des taux de change, hausse du dollar et baisse de l'euro ont-ils atteint des niveaux excessifs?

C.N. La volatilité à court terme, au jour le jour ou à la semaine, n'est pas considérable. On assiste en réalité à une tendance longue, certes rapide, mais assez régulière. L'euro s'était apprécié pendant la période de QE de la Fed américaine. Aujourd'hui, c'est la situation inverse. En revanche, on ne peut pas dire qu'il y ait un désajustement fort des taux de change. Il est normal que les taux de change soient influencés par la position des économies dans le cycle conjoncturel et les politiques monétaires qui les accompagnent. Les États-Unis bénéficient aujourd'hui d'une reprise et d'une croissance fortes et ils ont presque retrouvé le plein-emploi! On n'est pas dans une situation de déséquilibre, de désajustement anormal des taux de change par rapport aux fondamentaux des économies.

Le G7, le groupe des pays les plus avancés, qui se préoccupait notamment des évolutions des monnaies, a cessé de se réunir. La coopération monétaire est-elle devenue un vain mot?

C.N. Le G7 des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales continue de se réunir mais discrètement, de façon informelle. Sauf s'il y avait des circonstances qui l'amèneraient à communiquer sur un point particulier, on ne publie pas de communiqué. Le dernier qui ait été fait remonte au 12 février 2013 et il rappelait les principes suivants : les taux de change doivent principalement être déterminés par les marchés ; les politiques monétaires nationales doivent être orientées sur des objectifs internes de politique économique et non sur des objectifs de taux de change ; il est souhaitable d'éviter des mouvements désordonnés sur les monnaies. La situation actuelle est tout à fait en ligne avec les principes fondamentaux du G7 tels qu'ils avaient été rappelés il y a un peu plus de deux ans.